

2024年05月08日

洋河股份 (002304.SZ)

公司快报

分红比率提升，经营节奏稳健

事件：

公司发布 23 年年报及 24 年一季报，23 年实现营收 331.26 亿元，同比+10.04%；归母净利润 100.16 亿元，同比+6.80%。其中，23Q4 实现营收 28.43 亿元，同比-21.51%；归母净利润-1.87 亿元，同比-161.28%。

24Q1 实现营收 162.55 亿元，同比+8.03%；归母净利润 60.55 亿元，同比+5.02%。公司拟每 10 股派发现金股利 46.60 元（含税），分红总额为 70.02 亿元，分红比率达 70.09%。

24 年目标：力争营业收入同比增长 5%-10%。

报表分析：现金回款增速高于收入增速。23 年现金回款 348.54 亿元，同比+12.84%，高于营收增速(+10.04%)，销售收现率 105%，其中 23Q4 现金回款 93.12 亿元，同比-0.26%，高于营收增速(-21.51%)；合同负债为 111.05 亿元，同比-26.37 亿元/环比+55.89 亿元。24Q1 现金收现约 129.06 亿元，同比 +25.09%，高于营收增速(+8.03%)，销售收现率 79%。合同负债约 58.15 亿元，同比-11.60 亿元/环比-52.89 亿元。

投资要点：

- ◆ **23Q4 节奏调整，全年双位数增长。**23 年营收 331.26 亿元，同比+10.04%（其中 Q1: +15.51%；Q2: +16.06%；Q3: +11.03%；Q4: -21.51%），23Q4 公司节奏调整叠加需求偏弱，收入、利润均有所下滑。分产品，23 年中高档酒实现营收 285.39 亿元，同比+8.82%；普通酒实现营收 39.50 亿元，同比+20.70%。分区域，23 年省内/省外分别实现营收 143.93/180.96 亿元，同比+8.05/11.85%，省外增速高于省内。23 年毛利率 75.25%，同比+0.64pct。
- ◆ **费用投入加大，盈利能力略有下滑。**23 年公司销售/管理费用率分别为 16.26%/5.33%，同比分别+2.38/-1.10pct，销售费用率有所提升主要系公司广告促销费用投入加大；23Q4 销售费用率同比+19.02pct 至 64.18%，主要系经营节奏调整、公司预提部分费用。综合来看，23 年归母净利率 30.24%，同比-0.91pct。
- ◆ **24Q1 经营分析：**24Q1 公司营收同比+8.03%（24 年公司营收增长目标 5-10%），维持稳健增长。24Q1 毛利率同比-0.56pct 至 76.03%，24Q1 公司销售/管理费用率分别为 16.93%/2.85%，同比分别+2.05/-0.89pct。综合来看，24Q1 归母净利率 37.25%，同比-1.07pct，盈利能力略有下滑。
- ◆ **24 年展望：**1) **产品维度：**公司产品矩阵完备，高端产品梦之蓝手工班和梦 9 拉升品牌高度；梦 6+、水晶梦在次高端价位带具备较强认知；大众价位带天之蓝、海之蓝具备消费者基础；中低端以洋河大曲和双沟大曲为代表，各价位带产品定位清晰。2) **区域维度，**省内市场围绕“升维提势，回归江苏”的大方向进行系统性规划，配称提升组织系统能力、配套的资源与营销战略落地；省外市场持续推进全国

食品饮料 | 白酒 III

投资评级

增持-A(首次)

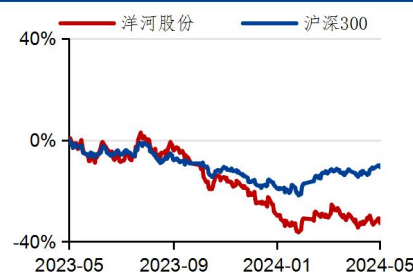
股价(2024-05-08)

95.94 元

交易数据

总市值(百万元)	144,528.34
流通市值(百万元)	144,116.83
总股本(百万股)	1,506.45
流通股本(百万股)	1,502.16
12 个月价格区间	145.74/92.30

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.79	-10.77	-23.74
绝对收益	-4.04	-2.2	-33.36

分析师

李鑫鑫

 SAC 执业证书编号：S0910523120001
 lixinxin@huajinsec.cn

相关报告



化策略，围绕整体布局、高地市场培育、样板市场打造、产品结构升级等方面持续深化。各区域市场有望进一步下沉。

- ◆ **中长期来看**，公司持续聚焦高地市场与高端消费群体，根据市场变化巩固中端产品，一是推进区域下沉，二是推出策略性产品，在局部市场导入蓝色经典 2003 纪念版产品，提升 100-200 元价位带份额。公司在品牌建设、渠道布局等层面具备优势，需求改善后次高端价位带有望进一步扩容，营销组织架构调整及数字化建设有望进一步帮助聚焦消费者端，支撑公司稳健发展。
- ◆ **投资建议**：公司产品矩阵完备，核心产品具备较强品牌认知；公司持续强化市场建设、调整营销组织架构，有望支撑公司稳健发展。我们预计公司 24-26 年营收为 359 亿、389 亿、427 亿元，分别同比增长 8.4%、8.4%、9.8%，归母净利润为 108 亿、119 亿、133 亿元，分别同比增长 7.6%、10.8%、11.1%，EPS 分别为 7.15、7.93、8.81 元，对应 PE 分别为 13.4X、12.1X、10.9X，首次覆盖，给予“增持-A”建议。
- ◆ **风险提示**：省内竞争加剧，公司出现重大管理瑕疵；宏观经济发生较大的波动，白酒消费有大幅下滑等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,105	33,126	35,896	38,900	42,727
YoY(%)	18.8	10.0	8.4	8.4	9.8
归母净利润(百万元)	9,378	10,016	10,777	11,946	13,274
YoY(%)	24.9	6.8	7.6	10.8	11.1
毛利率(%)	74.6	75.2	75.6	75.9	76.6
EPS(摊薄/元)	6.23	6.65	7.15	7.93	8.81
ROE(%)	19.8	19.3	17.2	16.7	16.3
P/E(倍)	15.4	14.4	13.4	12.1	10.9
P/B(倍)	3.0	2.8	2.3	2.0	1.8
净利率(%)	31.2	30.2	30.0	30.7	31.1

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测

分业务来看：

- (1) **白酒**：公司核心业务，公司产品线全，各价位带产品策略清晰，梦 6+、水晶梦、天之蓝、海之蓝等大单品消费者认可度高，我们预计 2024-2026 年公司白酒业务营收增速分别为 8.5%、8.5%、10.0%。
- (2) **红酒**：23 年公司红酒销量有所下降，考虑到公司红酒业务占比较低，且当前整体销售规模不大，我们预计 2024-2026 年红酒业务营收增速分别为-3.0%、-2.0%、0.0%。
- (3) **其他业务**：占比不大，我们预计 2024-2026 年公司其他业务营收增速分别为 3.0%、3.0%、2.0%。

表 1：公司业务拆分（单位：百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
1) 白酒	24440.2	29338.8	32389.6	35142.7	38129.8	41942.8
YoY		20.0%	10.4%	8.5%	8.5%	10.0%
毛利率	77.07%	75.71%	76.23%	76.55%	76.80%	77.40%
2) 红酒	198.5	161.0	99.9	96.9	94.9	94.9
YoY		-18.9%	-38.0%	-3.0%	-2.0%	0.0%
毛利率	49.81%	45.38%	37.24%	40.00%	40.00%	40.00%
3) 其他业务	711.5	605.0	636.8	655.9	675.6	689.1
YoY		-15.0%	5.3%	3.0%	3.0%	2.0%
毛利率	22.34%	28.83%	31.13%	32.00%	32.00%	32.00%
总计	25,350.18	30,104.90	33,126.28	35,895.50	38,900.37	42,726.87
YoY		18.8%	10.0%	8.4%	8.4%	9.8%
总成本	6255.4	7645.5	8200.2	8745.1	9362.5	10004.6
毛利率	75.32%	74.60%	75.25%	75.64%	75.93%	76.58%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值

公司是江苏白酒龙头企业之一，拥有洋河、双沟两大中国名酒，主导产品梦之蓝、天之蓝、海之蓝、苏酒、珍宝坊、洋河大曲、双沟大曲等系列白酒，在全国享有较高的品牌知名度和美誉度。可比公司选择时，我们选取同样为龙头酒企作为可比公司，具体标的包括贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、今世缘。

估值来看，1) **横向对比**：六家酒企 2024-2026 年估值平均分别为 21.5x、17.9x、15.2x，洋河股份 2024-2026 年 PE 为 13.4X、12.1X、10.9X，相较于公司估值处于低位。2) **纵向对比**：截至 24/5/7 洋河股份 PE-ttm 为 14.39x，分别位于 2016 年/2010 年以来 2.86%/12.44%的位置，估值处于历史底部位置。

表 2: 可比公司估值

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600519.SH	贵州茅台	22159	747.3	877.8	1,019.0	1,171.4	25.2	21.7	18.9
000858.SZ	五粮液	6016	302.1	339.5	380.7	425.5	17.7	15.8	14.1
000568.SZ	泸州老窖	2811	132.5	161.4	194.3	230.6	17.4	14.5	12.2
600809.SH	山西汾酒	3278	104.4	131.5	161.2	194.3	24.9	20.3	16.9
000596.SZ	古井贡酒	1467	45.9	58.8	73.4	89.8	25.0	20.0	16.3
603369.SH	今世缘	714	31.4	38.4	46.8	55.8	18.6	15.3	12.8
	平均	-	227.3	267.9	312.6	361.2	21.5	17.9	15.2
002304.SZ	洋河股份	1445	100.2	107.8	119.5	132.7	13.4	12.1	10.9

资料来源: Wind 一致预期, 洋河股份盈利预测来自华金证券研究所, 股价为 2024 年 5 月 8 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	51512	52535	66475	71632	85173	营业收入	30105	33126	35896	38900	42727
现金	24375	25813	38415	42031	54090	营业成本	7646	8200	8745	9362	10005
应收票据及应收账款	571	530	663	630	790	营业税金及附加	4388	5269	5605	5978	6678
预付账款	11	51	16	57	23	营业费用	4179	5387	5779	6185	6751
存货	17729	18954	20167	21716	23039	管理费用	1936	1764	1867	1984	2179
其他流动资产	8825	7187	7214	7199	7230	研发费用	254	285	305	331	363
非流动资产	16452	17258	18590	19865	21209	财务费用	-636	-755	-841	-876	-935
长期投资	33	1230	2429	3627	4825	资产减值损失	-3	-2	-2	-2	-3
固定资产	5795	5306	5744	6062	6377	公允价值变动收益	-318	-37	-359	-238	-211
无形资产	1714	1773	1713	1660	1614	投资净收益	426	256	262	202	201
其他非流动资产	8910	8949	8704	8516	8394	营业利润	12509	13243	14405	15960	17733
资产总计	67964	69792	85065	91498	106382	营业外收入	26	39	28	31	33
流动负债	19928	17176	21663	19524	24132	营业外支出	32	64	53	49	55
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	12503	13218	14381	15941	17711
应付票据及应付账款	1376	1426	1562	1637	1782	所得税	3114	3197	3595	3985	4428
其他流动负债	18552	15750	20101	17888	22350	税后利润	9389	10021	10786	11956	13283
非流动负债	511	567	567	567	567	少数股东损益	12	5	9	10	9
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	9378	10016	10777	11946	13274
其他非流动负债	511	567	567	567	567	EBITDA	12879	13533	14514	16047	17792
负债合计	20440	17742	22230	20091	24699	主要财务比率					
少数股东权益	50	111	120	130	139	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	1507	1506	1506	1506	1506	成长能力					
资本公积	905	931	931	931	931	营业收入(%)	18.8	10.0	8.4	8.4	9.8
留存收益	45118	49500	55959	63922	73950	营业利润(%)	25.2	5.9	8.8	10.8	11.1
归属母公司股东权益	47475	51939	62716	71277	81544	归属于母公司净利润(%)	24.9	6.8	7.6	10.8	11.1
负债和股东权益	67964	69792	85065	91498	106382	获利能力					
						毛利率(%)	74.6	75.2	75.6	75.9	76.6
						净利率(%)	31.2	30.2	30.0	30.7	31.1
						ROE(%)	19.8	19.3	17.2	16.7	16.3
						ROIC(%)	19.2	18.7	16.6	16.1	15.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	30.1	25.4	26.1	22.0	23.2
						流动比率	2.6	3.1	3.1	3.7	3.5
						速动比率	1.7	1.9	2.1	2.5	2.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
						应收账款周转率	48.7	60.2	60.2	60.2	60.2
						应付账款周转率	5.4	5.9	5.9	5.9	5.9
						估值比率					
						P/E	15.4	14.4	13.4	12.1	10.9
						P/B	3.0	2.8	2.3	2.0	1.8
						EV/EBITDA	8.7	8.4	6.9	6.0	4.8

现金流量表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3648	6130	13832	8148	16290
净利润	9389	10021	10786	11956	13283
折旧摊销	742	702	615	709	802
财务费用	-636	-755	-841	-876	-935
投资损失	-426	-256	-262	-202	-201
营运资金变动	-6084	-4430	3174	-3679	3126
其他经营现金流	663	847	360	240	214
投资活动现金流	4017	661	-2045	-2023	-2159
筹资活动现金流	-4492	-5608	816	-2509	-2072

每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	6.23	6.65	7.15	7.93	8.81
每股经营现金流(最新摊薄)	2.42	4.07	9.18	5.41	10.81
每股净资产(最新摊薄)	31.51	34.48	41.63	47.31	54.13

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李鑫鑫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn